

LE DÉVELOPPEMENT
DE L'ASSURANCE-VIE EN FRANCE :
ANALYSE ET IMPLICATIONS
POUR LE SYSTÈME FINANCIER
ET LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

MICHEL BOUTILLIER*
FABRICE PANSARD**
BRUNO SÉJOURNÉ***

Depuis près de vingt ans, les ménages consacrent une part sans cesse croissante de leur patrimoine financier aux différentes formules d'assurance-vie. À la fin de l'année 2000, l'encours des réserves mathématiques d'assurance (RMA) s'élève ainsi à 4 250 milliards de francs, ce qui représente près de 33 % du patrimoine financier des ménages, si l'on exclut de ce dernier les actions non cotées. En 1980, cet encours n'était que de 97 milliards, soit 4,3 % du patrimoine financier. Cette évolution tient évidemment tout à la fois aux abondements sur les contrats ouverts, à la capitalisation des intérêts et aux effets de valorisation, mais aussi à une diffusion de plus en plus importante de cet actif au sein de la population. Selon les enquêtes de l'Insee, le taux d'équipement est en constante progression depuis 1986 : si 26,9 % des ménages détenaient à cette date un contrat (décès, vie ou mixte), ce taux passe en 2000 à 37,9 %¹.

À cet effet de masse global, il faut ajouter une autre évolution, liée à la fois aux innovations financières, à savoir la déclinaison de la gamme des produits offerts dans le cadre du régime fiscal avantageux de l'assurance-vie, et aux modifications des conditions de rémunération sur les marchés. De manière prononcée au cours des dernières années, se sont en effet développées les formules de contrats en unités de compte (UC) dont la part, relativement aux traditionnels contrats en francs, ne cesse

* Université Paris X - Nanterre, MODEM et CDC Ixis.

** CDC IXIS.

*** Université d'Angers, GEAPE et CDC IXIS.

Les auteurs remercient C. Augory pour son assistance, ainsi que les participants aux journées de l'AFSE des 17 et 18 mai 2001 à Orléans.

de s'élever. Si les fonds déposés sur les contrats en francs font l'objet, dans leur très grande majorité, d'investissements en actifs obligataires (et notamment en titres publics), tel n'est pas le cas des fonds collectés *via* les contrats en UC, dont la répartition de l'affectation entre actions et obligations est aujourd'hui beaucoup plus équilibrée². Compte tenu des montants en jeu, ce phénomène, s'il devait se poursuivre, contribuerait à remodeler les équilibres financiers français ainsi que la propriété et le gouvernement des entreprises françaises.

La première partie de cette étude consiste tout d'abord à modéliser le comportement des épargnants à travers l'évolution de l'encours géré par les compagnies d'assurance, le chiffre d'affaires n'étant, selon cette démarche, qu'une déclinaison comptable de l'encours, mais qui présente l'intérêt de faire apparaître la part des contrats en unités de compte. Après constitution d'un scénario économique, démographique et financier, le modèle permet d'anticiper l'évolution de l'encours et du chiffre d'affaires pour les dix prochaines années. Cet exercice nous conduit à aborder dans une seconde partie la question de l'allocation des montants gérés par les assureurs et à en tirer quelques conséquences pour l'équilibre des marchés d'actions et d'obligations. C'est pourquoi nous pouvons conclure cet article par une discussion des implications de l'émergence (ou du renforcement) des investisseurs institutionnels français sur la gestion des entreprises françaises.

6

MODÉLISATION ET EXERCICE PRÉVISIONNEL

Estimation économétrique de l'encours et détermination du chiffre d'affaires

S'inscrivant dans une logique de choix de portefeuille, notre modélisation conduit à la répartition d'une richesse disponible entre les différents actifs financiers offerts aux ménages, dont les réserves mathématiques d'assurance (RMA) qui englobent l'assurance-vie, les bons de capitalisation et les PEP assurance³. On met notamment en évidence qu'au-delà des habituels arbitrages financiers, cette progression n'est pas indépendante des évolutions démographiques. Ceci est révélateur du rôle essentiel tenu par l'assurance-vie dans le domaine de l'épargne de prévoyance et plus précisément dans celui de l'épargne accumulée en vue de la retraite (complémentaire). De la prévision de l'encours des RMA, qui est donc la reconnaissance par les sociétés d'assurance de leurs engagements présents et futurs à l'égard de leurs assurés, il est possible, grâce à quelques hypothèses portant sur le fonctionnement spécifique du marché de l'assurance-vie, d'en déduire une prévision sur les flux, que les assureurs nomment chiffre d'affaires.

Historique et principes de modélisation de l'encours

Longtemps considéré avant tout comme un produit d'assurance, au sens premier du terme, l'assurance-vie est devenue un véritable produit de placement à partir de 1983-1984 sous l'impulsion des pouvoirs publics qui y voyaient un moyen de remédier aux problèmes chroniques de financement des déficits et d'insuffisance d'épargne longue. La combinaison des avantages fiscaux accordés aux épargnants à partir de cette date et de conditions de rémunération attrayantes ont permis au produit de décoller. Mais le prolongement jusqu'à aujourd'hui de la croissance de l'encours et de la part qu'occupe l'assurance-vie dans le portefeuille financier des ménages tient également à une succession d'effets d'offre qui vont de l'accroissement du réseau de distribution (*via* les banques) à la multiplication des innovations financières (versements libres, création des PEP assurance, élaboration de différentes formules de fonds en unités de compte).

En dehors des caractéristiques propres de cet actif, ou plutôt de cette gamme d'actifs compte tenu de la diversité des investissements, l'assurance-vie a également profité de l'absence de fonds de pension en France pour s'imposer comme le principal support à la constitution d'une épargne de prévoyance, accumulée en vue de la retraite. Les craintes que font peser les évolutions démographiques sur notre système de retraite incitent à la constitution de cette épargne complémentaire.

La succession des effets d'offre rend difficile la modélisation de l'encours des RMA, ou plus précisément de la part de ces RMA dans le patrimoine financier des ménages, si l'on se contente d'aborder la question sous l'angle normatif de la théorie du portefeuille. Une solution possible est de rendre compte de la diffusion progressive du produit à partir d'une loi de croissance cristallisant les effets d'offre et de demande⁴. L'estimation de cette loi de croissance (une logistique) est préalable à celle de l'encours ; elle permet également d'aborder la question de la saturation du marché, par le ralentissement attendu de la diffusion en raison notamment du niveau du taux d'équipement.

Les résultats de l'estimation économétrique sont présentés dans le tableau n°1 (voir en annexe pour le détail de l'équation). A court terme, des arbitrages sont mis en évidence avec des actifs rémunérés en fonction des taux courts et avec les actions. Par ailleurs, une hausse des taux longs implique un phénomène de dévalorisation. A long terme, en dehors du strict effet de diffusion capté par la logistique seule, on met de plus en évidence à travers une variable composée de cet effet mécanique de diffusion et d'un effet d'arbitrage (*spread* entre le taux long et le taux court) que plus l'actif est adopté, plus son avantage en termes de rémunération vis-à-vis des actifs courts implique des réallocations au bénéfice des RMA. Par ailleurs, l'assurance-vie a bénéficié des baisses succes-

sives du seuil de fiscalité sur les valeurs mobilières et pâti du développement du PEP bancaire. Enfin, une variable démographique est mise en évidence : la part des 40-59 ans dans la population totale exerce une influence positive sur l'encours, ce qui confirme les données d'enquête portant sur les taux de détention (cf. les enquêtes de patrimoine de l'Insee).

Tableau n°1
Variables explicatives de la part des RMA
dans le patrimoine financier des ménages
 (1978-1997 ; signe obtenu)

	Effet à court terme	Effet à long terme
Rendement des actions	-	
Taux long	-	
Taux court	-	
Logistique des RMA		+
Logistique des RMA*Spread		+
Logistique des PEP bancaires		-
Seuil de fiscalité des valeurs mobilières		-
Part des 40-59 ans dans la population totale		+

8

Principes comptables de détermination du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires désigne les sommes apportées par les assurés aux sociétés d'assurance à l'ouverture des contrats ou lors de versements au titre de contrats déjà ouverts. D'un côté, toutes ces sommes ne sont pas affectées à l'accroissement des réserves mathématiques puisqu'une fraction constitue la rémunération contractuelle des sociétés (commissions) et est désignée par le vocable « chargements ». D'un autre côté, ces sommes hors chargements ne constituent pas les seules sources d'accroissement des réserves mathématiques puisque les produits financiers des contrats en cours, affectés au bénéfice des assurés, sont en fait réinvestis (capitalisés) sur ces contrats : il peut s'agir d'intérêts, dérivés de l'encours par un taux d'intérêt, ou, de plus en plus, de plus-values nommées ajustement sur l'assurance-vie à capital variable (ajustement ACAV). Tandis que les premiers sont peu fluctuants, souvent soumis à un minimum et entraînant un risque pour l'assureur, les seconds sont (par définition) volatiles et signifient un risque pour l'assuré. Les premiers correspondent au mode de rémunération des contrats classiques, dits « en francs », tandis que les seconds constituent par essence la rémunération des contrats en unités de compte.

Toutes les « entrées » dont il vient d'être fait mention supportent cependant des déductions importantes. Les « sorties » ou prestations

offertes par les assureurs aux assurés sont de quatre types. Les trois premiers représentent des paiements indépendants de la volonté contemporaine des assurés : ils interviennent en cas d'arrivée à maturité des contrats (« capitaux échus ») ou en cas de réalisation d'un risque portant sur des personnes (en cas de décès, « sinistres », ou rentes servies en cas de vie, « arrérages »). Le quatrième est constitué des paiements issus de la volonté contemporaine des assurés : il s'agit des contrats résiliés (partiellement ou totalement, « rachats »). Au total, les prestations sont la somme de quatre formules de versements :

prestations = capitaux échus + sinistres + arrérages + rachats.

On observe sur la période récente une déformation des prestations en faveur des rachats et au détriment des capitaux échus du fait de la transformation de nombreux contrats en contrats avec une échéance plus lointaine, voire sans échéance (politique de viagerisation).

La variation des réserves mathématiques d'assurance-vie, qui représente un flux d'entrées nettes de sorties, est donc égale à la somme des entrées à laquelle il convient de retrancher les sorties au bénéfice des assurés (prestations) ou des assureurs (chargements) :

$\Delta RMA = \text{chiffre d'affaires} + \text{intérêts} + \text{ajustement ACAV} - \text{prestations} - \text{chargements}$.

L'enchaînement logique de notre exercice de prévision nous conduisant du stock vers le flux, on déduit des RMA le chiffre d'affaires selon l'identité comptable suivante :

$\text{chiffre d'affaires} = \Delta RMA - (\text{intérêts} + \text{ajustement ACAV}) + (\text{prestations} + \text{chargements})$.

Comme nous l'avons déjà souligné, les (variations de) réserves mathématiques sont le produit de nos prévisions globales portant sur les encours de produits financiers. La capitalisation des contrats en cours dérive de la répartition, exogène, de ceux-ci entre les contrats en UC et les contrats en francs. Le montant des contrats en UC est l'assiette de l'ajustement ACAV avec un taux de plus-value déterminé notamment par nos prévisions de valorisation des cours boursiers (CAC40), tandis que le montant des autres contrats est multiplié par un taux d'intérêt moyen obtenu par lissage ou indexation sur le taux d'intérêt obligataire courant (taux des OAT 10 ans), ce lissage étant modélisé. Il s'agit ainsi d'hypothèses essentiellement « financières ». Les diverses sorties sont obtenues en s'appuyant sur des hypothèses sur les ratios exogènes de chaque sortie, qui sont appliqués au montant moyen de RMA sur l'année considérée. Il s'agit alors d'hypothèses largement comportementales, du côté de l'offre (marketing des sociétés d'assurance, politiques de fidélisation) comme du côté de la demande, bien qu'il faille voir dans ces comportements le reflet, même lointain, des évolutions macroéconomiques et macrofinancières.

Les perspectives à l'horizon 2010

L'exercice prévisionnel de l'encours et du chiffre d'affaires de l'assurance-vie auquel nous nous livrons s'inscrit dans un contexte économique et financier peu mouvementé. Dans cette optique, il nous paraît intéressant d'insister sur deux effets non liés directement aux arbitrages financiers. Nous évoquerons les conséquences de la probable saturation de la diffusion, puis celles des changements démographiques attendus.

Prévisions d'encours et de chiffre d'affaires

Le scénario macroéconomique et financier retenu est, compte tenu de la durée de prévision, relativement neutre. Ce scénario n'est donc pas celui d'un cycle d'activité prononcé, mais davantage celui d'une croissance équilibrée, déterminée par les caractéristiques de l'offre productive (tableau n°2). Selon ce schéma, la consommation, la FBCF logement et le revenu disponible brut des ménages évolueront à partir de 2002 au même rythme que le produit intérieur brut, ce qui implique à partir de cette date une stabilité du taux d'épargne et de sa composante financière. En l'absence de tension inflationniste durable, on peut envisager un profil plat pour les taux de marché, avec un *spread* taux long - taux court d'environ 1 point. Compte tenu des niveaux de l'inflation et des taux courts de marché, nous anticipons une stabilité des taux réglementés. Enfin, toujours sur la période 2002-2010, nous retenons l'hypothèse d'une progression moyenne du CAC40 de 10 % par an.

10

Tableau n°2
Hypothèses macroéconomiques et financières
(en %)

	2000	2001p	2002-2010p
PIB	3,2	2,9	2,7
RDB	3,3	3,6	4,0
Prix à la consommation	1,7	1,3	1,3
FBCF logement	5,7	2,8	2,7
Prix FBCF logement	-1,6	0,4	1,3
FBCF valeur	4,1	3,1	4,0
Consommation en volume	2,4	2,7	2,7
Consommation en valeur	3,8	4,0	4,0
Taux épargne	15,5	15,2	15,0
Taux épargne financière	6,5	6,2	6,0
Taux de chômage	9,7	8,7	8,3
Taux court*	4,1	4,5	4,3
Taux long	5,4	5,1	5,3
Taux du livret A	2,6	3,0	3,0
CAC40	-0,5	7,2	10,0

* Taux au jour le jour p : prévision
Source : CDC IXIS

Les hypothèses démographiques sont celles de l'Insee (tableau n°3). Marquées par l'épisode du *baby boom*, elles font état d'un accroissement de la part des 40-59 ans dans la population totale jusqu'en 2006, puis d'un recul de cette proportion qui reste cependant en fin de période supérieure à son niveau initial.

Tableau n°3
Projections démographiques pour la France
(en %)

	2000	2002	2004	2006	2008	2010
Part des 40-59 ans	25,9	26,6	27,2	27,4	27,1	26,9

Source : Insee

Un dernier jeu d'hypothèses est spécifique au marché de l'assurance-vie. On considère qu'il y a poursuite, pour des raisons issues du côté de l'offre comme du côté de la demande, de la montée en puissance des UC. Par contre, les comportements concernant les prestations et les chargements se stabilisent aux niveaux acquis en 2000, ceci signifiant que les politiques commerciales de viagerisation ou de concurrence tarifaire auraient atteint leurs limites.

Les prévisions pour l'encours et le chiffre d'affaires de l'assurance-vie, qui découlent de ce scénario, sont présentées dans le tableau n°4. En l'absence de cycle d'activité et de variation prononcée des conditions de rémunération des différents actifs financiers, il n'est pas surprenant d'observer une progression d'encours relativement constante tout au long de la période, aux alentours de 500 milliards de francs par an, ce chiffre englobant à la fois les flux nets et la valorisation. Quant aux prévisions de chiffre d'affaires, elles montrent une plus grande volatilité, avec notamment une croissance soutenue dans la seconde moitié de la décennie en raison de sorties plus importantes.

11

Un focus sur la diffusion et sur les effets démographiques

L'estimation des coefficients de la logistique des RMA est d'autant plus fragile que le processus d'adoption s'étend sur une longue période, précisément en raison de la succession d'effets d'offre sur une quinzaine d'années. Il semble néanmoins, et ceci confirme une étude précédente (Séjourné, 1997), que l'essentiel du mouvement s'inscrive dans le passé. Selon l'estimation des coefficients de la logistique, la variation de la part de l'encours des RMA dans le patrimoine financier des ménages induite par la logistique aurait atteint un maximum au cours de l'année 1993 (graphique n°1). C'est donc à cette période que le phénomène de diffusion était le plus intense.

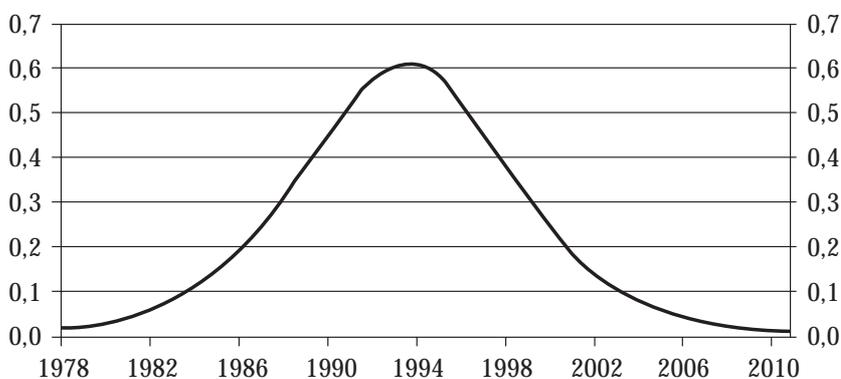
Tableau n°4
Prévisions de l'activité des compagnies d'assurance
 (en milliards de francs)

	RMA	variation des RMA	CA
2000	4 250,0	440,0	601,2
2001	4 664,6	414,6	555,3
2002	5 173,2	508,6	671,3
2003	5 704,4	531,2	714,4
2004	6 207,8	503,4	706,7
2005	6 671,2	463,4	685,7
2006	7 144,2	473,0	714,3
2007	7 623,9	479,7	740,3
2008	8 097,6	473,7	753,4
2009	8 622,3	524,7	825,0
2010	9 175,8	553,5	875,7
moyenne 2001-2010		492,58	724,21

Source : CDC IXIS, Recherche épargne

Graphique n°1
Variation de la part de l'encours des RMA
dans le patrimoine financier
induite par la diffusion
 (série trimestrielle, en points de %)

12



Source : CDC IXIS, Recherche épargne

Si l'on prolonge ce raisonnement, on observe que « l'effet diffusion » ne représenterait plus aujourd'hui qu'un tiers de ce qu'il était en 1993. À l'avenir, il faudra probablement chercher ailleurs que dans la diffusion les raisons d'un accroissement relatif de l'encours puisqu'à partir de 2003, la part des RMA dans le patrimoine financier ne s'élèvera par ce biais que de moins de 0,1 point. Et l'on peut même considérer l'effet comme

quasiment nul à l'horizon 2010. Cette information doit évidemment être rapprochée du niveau déjà élevé du taux d'équipement des ménages français en produits d'assurance-vie (identique par exemple à l'épargne logement ou au codevi).

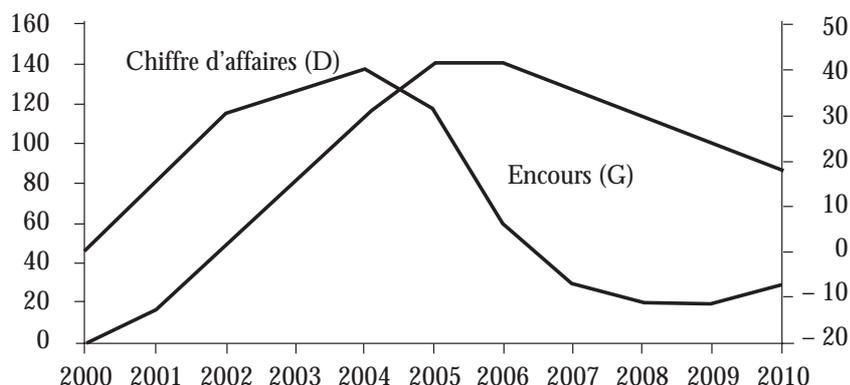
Une seconde spécificité de l'exercice de modélisation est la mise en évidence d'une variable démographique dans l'estimation de l'encours de l'assurance-vie. Cette variable retient notre attention en raison des bouleversements attendus de la structure de la pyramide des âges qui doit se traduire par l'arrivée prochaine à l'âge de la retraite de la génération du *baby-boom*, ainsi qu'il est montré dans le tableau n°3.

Afin d'apprécier les conséquences des changements démographiques à cet horizon, nous évaluons à partir du quatrième trimestre 2000, date de la dernière observation connue, l'évolution de l'encours avec les projections démographiques de l'Insee d'une part, et en figeant la part des 40-59 ans à son niveau actuel d'autre part.

Jusqu'en 2010, l'activité des compagnies d'assurance bénéficiera de cette déformation de la structure de la population selon un schéma grossièrement « en cloche » (graphique n°2). Sur l'ensemble de la période et au-delà, l'encours géré par les compagnies d'assurance sera supérieur à ce qu'il aurait été si la structure démographique de l'année 2000 avait été maintenue. L'effet positif maximum apparaît en 2006 avec la fin de la hausse de la part des 40-59 ans dans la population totale. Il peut être évalué à 140 milliards de francs (pour un encours estimé à un peu moins de 7 150 milliards à cette date, soit environ 2 %). Avec la baisse de la

13

Graphique n°2
Effet attendu des changements démographiques
sur l'encours et le chiffre d'affaires de l'assurance-vie
(écart par rapport au scénario avec gel des conditions démographiques ;
en milliards de francs)



Source : CDC IXIS, Recherche épargne

part de la classe d'âge de référence dans la population totale, l'effet bénéfique de la démographie se réduira par la suite. Comme nous l'avons vu, en 2010 l'encours des RMA pourrait être proche de 9 200 milliards de francs, l'effet favorable des évolutions démographiques n'étant plus alors que de l'ordre de 85 milliards.

En termes de chiffre d'affaires, les changements démographiques auront un effet positif jusqu'en 2006, avec un pic en 2004 : + 40 milliards de francs, ce qui ne représente guère plus de 5 % du CA. Par la suite, la baisse relative de l'encours est associée à un recul relatif du chiffre d'affaires.

ASSURANCE-VIE, FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE ET GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE

Épargne risquée des ménages et assurance-vie

Avant d'aborder les conséquences pour le système financier du développement de l'assurance-vie, il est utile de faire un bref détour par le comportement d'épargne des ménages et de resituer la place de l'assurance-vie dans leur choix d'actifs longs. En France, ce comportement a profondément évolué au cours des dernières années. Largement tournés vers les actifs liquides jusqu'au début des années 1990, les ménages ont peu à peu réorienté leurs placements, privilégiant les actifs à horizon plus long. Cette tendance n'a pas impliqué d'acquisitions de titres risqués. Au contraire, les ménages ont profité de la forte valorisation des marchés d'actions pour réaliser une partie de leurs plus-values sur les actions et sur les titres d'OPCVM de long terme (tableau n°5). En fait, la part de leur patrimoine financier consacré à ces deux actifs a progressé au cours des six dernières années exclusivement grâce au phénomène de valorisation. Quant aux obligations détenues en direct, leur montant n'a cessé de se contracter, le remboursement de l'emprunt Balladur et des ventes massives se superposant aux pertes en capital.

14

Tableau n°5
Détention d'actifs risqués par les ménages
(milliards de francs)

	1994	1999	Variation d'encours	Achats nets
Actions cotées	510,6	1 373,9	863,2	- 107,7
Obligations	580,1	301,4	- 278,7	- 229,2
Titres d'OPCVM de long terme :	1 075,5	1 520,5	445,0	- 32,7
- Titres d'OPCVM généraux	851,7	1 109,2	257,5	- 120,9
- Titres de fonds d'investissement	223,8	411,4	187,6	88,2
Total	2 166,3	3 195,8	1 029,5	- 369,6

Sources : Banque de France et CDC IXIS

Hormis ces désinvestissements, le phénomène marquant de la décennie 1990 a été l'intensification des flux en direction des produits d'assurance-vie, ce phénomène ayant conduit, comme nous l'avons souligné en introduction, à une augmentation sensible de la part de cet actif dans le patrimoine financier des ménages (33 % en 2000 *vs* 13 % en 1990). La masse financière correspondante fait des assureurs un très important vecteur de transformation de l'épargne. Au sein même de cette gamme de produits, on a assisté récemment à l'émergence des contrats en unités de compte (UC). Ces contrats ont généralement pour support des OPCVM de long terme majoritairement investis en actions⁵. Entre 1994 et 1999, ces contrats ont vu leur importance, absolue comme relative, s'accroître fortement (tableau n°6). En retirant de la variation d'encours du compartiment UC des provisions mathématiques la part imputable à la valorisation, on obtient pour les contrats en UC un flux cumulé d'acquisitions de 295 milliards de francs sur la période 1995-1999, soit un chiffre assez proche de celui correspondant aux cessions d'actions, d'obligations et d'OPCVM de long terme.

Tableau n°6
Décomposition des provisions mathématiques d'assurance

	1994	1999
Provisions mathématiques d'assurance (MdF)	1 828,8	3 810
dont contrats en unités de compte	180,3	660
Part des contrats en UC (en % des RMA)	9,8	17

15

Source : FFSA

La montée en force des contrats en UC dans le patrimoine financier des ménages est un phénomène récent, dont l'ampleur a été maximale à la fin de 1999 et au début de 2000 sous l'effet de la conjugaison de plusieurs facteurs conjoncturels. La faiblesse « historique » des taux courts, l'arrivée à échéance de nombreux PEP bancaires et enfin les politiques agressives de communication dans un contexte de forte progression des indices boursiers se sont combinées pour doper ce type de produit. Si ces phénomènes transitoires rendent incertaine l'extrapolation de la tendance récente, certains facteurs structurels plaident cependant pour le développement de ces contrats et donc d'un actionnariat intermédiaire. Le premier, qui a été abordé dans la première partie de l'étude, est le facteur démographique et le problème induit du financement des retraites par répartition (Artus et Legros, 1999). Le second facteur est le développement de l'offre de produits et de la communication qui lui est associée. Les compagnies d'assurance axent désormais leur distribution « de masse » sur les produits multisupports, en offrant une gamme de plus en plus

complète de fonds ainsi qu'en laissant une plus grande possibilité d'arbitrage entre le compartiment libellé en francs et le compartiment libellé en unités de compte. Certes, il est possible que le développement de l'épargne salariale encouragé par la puissance publique conduise à détourner une partie des fonds collectés par les compagnies d'assurance mais, au vu des sommes actuellement en jeu (330 milliards de francs en 1999 sur les fonds communs de placement d'entreprise), ce mouvement de substitution ne remettrait pas en cause la position de *leader* de l'assurance-vie, au moins dans un horizon de moyen terme.

Placements des compagnies d'assurance

Le *boom* des contrats multisupports, et par conséquent des supports en unités de compte, se retrouve à l'actif des compagnies d'assurance. Largement dominée dans le passé par les obligations publiques, la structure de leurs placements se déforme au profit des actifs à revenu variable. L'examen des flux d'acquisitions est à cet égard éclairant : sur la période 1994-1999, les achats de titres d'OPCVM par les compagnies d'assurance se sont élevés à près de 610 milliards de francs (soit 27,3 % du total des titres acquis, tableau n°7), contre 1492 milliards pour les obligations (67 % des acquisitions) ; sur la période 1998-1999, qui correspond à l'essor des unités de compte, les titres d'OPCVM ont représenté 43,3 % du total des titres acquis par les compagnies d'assurance, contre « à peine » 52 % pour les obligations. Les informations les plus récentes fournies par la FFSA suggèrent d'ailleurs que cette tendance s'est accentuée en 2000, les cotisations sur les seuls supports unités de compte des contrats s'élevant alors à près de 210 milliards de francs.

16

Tableau n°7
Acquisitions de titres par les compagnies d'assurance
(milliards de francs)

	Cumul 1994-1999	Cumul 1998-1999
Actions cotées	93,8	52,4
- en francs	75,6	29,7
- en devises	18,2	22,8
Obligations	1 492,8	364,7
- en francs	1 417,2	355,6
- en devises	75,6	9,0
Titres d'OPCVM	609,3	304,0
- titres d'OPCVM généraux	562,4	261,2
- titres de fonds d'investissement	24,3	17,9
- titres d'OPCVM monétaires	22,6	24,9
TCN et assimilés	32,9	- 19,7
- en francs	16,0	- 25,2
- en devises	16,9	5,4
Total	2 228,9	701,4

Source : Banque de France

Le développement anticipé de la gestion collective transitant par les compagnies d'assurance mérite que l'on s'attarde sur ses implications. Les répercussions immédiates de l'envolée des contrats en unités de compte sur le système financier découlent de la destination finale des flux d'épargne. Jusqu'à ces dernières années, les compagnies d'assurance apparaissaient comme le premier financeur des administrations publiques. Les classiques contrats « en francs » souscrits par les particuliers avaient pour contrepartie des achats d'obligations publiques par les compagnies d'assurance. Les statistiques de décembre 1999 gardent la trace de cette situation, puisque les assureurs détenaient alors plus de 75 % du stock d'obligations d'État en circulation.

Équilibre sur les marchés d'actifs longs

Avant d'évaluer plus précisément dans quelle mesure le développement futur des contrats multi-supports peut modifier la nature des placements effectués par les compagnies d'assurance, il est intéressant de dresser un bilan de la formation de l'équilibre offre-demande sur les marchés obligataires et d'actions. Les comptes financiers « Base 95 », désormais disponibles avec un historique remontant jusqu'à 1994, permettent de mener une analyse fine du marché des actions cotées. Les tableaux n°8 et n°9 montrent la valeur des acquisitions et des émissions d'actions cotées sur la période 1994-1999, ainsi que la nature des agents émetteurs et détenteurs. Si l'on se concentre sur les seules actions libellées en francs, on voit clairement un déséquilibre important entre les émissions et les acquisitions des résidents. Les émissions de capital opérées par les entreprises et les intermédiaires financiers se sont montées à 855 milliards de francs, tandis que les achats des résidents ne portaient que sur 229 milliards⁽⁶⁾. Le besoin de financement, qui s'est donc élevé à 626 milliards de francs (soit 104 milliards de francs en moyenne annuelle), a été comblé par les acquisitions des agents non résidents. En économie ouverte, ce type d'écart n'est pas anormal. Il procède de la libre circulation et allocation des capitaux et de la rencontre des capacités et des besoins de financement à l'échelle mondiale. Toutefois, son ampleur est ici symptomatique de l'affectation directe et indirecte (*via* le processus de transformation) de l'épargne au sein de l'économie française, qui transite peu par les marchés d'actions cotées et qui induit que les financements par fonds propres (cotés) sont en majeure partie réalisés par appel aux capitaux extérieurs.

Un autre fait marquant est l'internationalisation des investissements des agents résidents. Les achats d'actions en devises ont représenté sur l'ensemble de la période 317,5 milliards de francs, et ont donc largement excédé les achats de titres domestiques. Cette volonté de diversi-

Tableau n°8
Acquisitions d'actions cotées
(milliards de francs)

	Cumul 1994-1999	Moyenne annuelle
Ménages et ISBLSM°	- 80,0	- 13,3
- en francs	- 86,0	- 14,3
- en devises	6,0	1,0
Sociétés non financières	54,9	9,2
- en francs	- 8,2	- 1,4
- en devises	63,1	10,5
Intermédiaires financiers	420,4	70,1
- en francs	180,0	30,0
- en devises	240,4	40,1
Administrations publiques	151,5	25,2
- en francs	143,5	23,9
- en devises	8,0	1,3
Reste du monde	625,9	104,3
- en francs	625,9	104,3
- en devises	0,0	0,0
Total	1 172,6	195,4
- en francs	855,2	142,5
- en devises	317,5	52,9

18

° institutions sans but lucratif au service des ménages

Source : Banque de France

Tableau n°9
Émissions d'actions cotées
(milliards de francs)

	Cumul 1994-1999	Moyenne annuelle
Sociétés non financières	745,1	124,2
Intermédiaires financiers	110,0	18,3
Reste du monde	317,5	52,9
Total	1 172,6	195,4

Source : Banque de France

fier les portefeuilles a été essentiellement le fait des intermédiaires financiers, puisque leurs acquisitions de titres étrangers se sont élevées à 240 milliards de francs (contre seulement 180 milliards pour les titres domestiques), ce qui traduit leur avantage sur les agents non financiers en termes d'acquisition de connaissances sur les marchés étrangers. L'avènement de la monnaie unique européenne n'est certainement pas étranger à ce phénomène. C'est en tout cas ce que suggèrent les chiffres de 1999, année d'introduction de l'euro. On observe clairement un mouvement de vases communicants, les ventes d'actions domestiques par les

intermédiaires financiers résidents au cours de cette année (80 milliards de francs) ayant pour contrepartie des acquisitions massives d'actions étrangères (125 milliards). La suppression totale du risque de change a permis aux investisseurs institutionnels de profiter des opportunités de placement offertes sur les différentes places financières de la zone euro. Ce mouvement devrait d'ailleurs dans le futur se renforcer en raison de l'effort d'unification de ces dernières, dont la manifestation la plus concrète est la création d'Euronext, qui fédère les places d'Amsterdam, de Bruxelles et de Paris.

Tableau n°10
Acquisitions d'obligations
(milliards de francs)

	Cumul 1994-1999	Moyenne annuelle
Ménages et ISBLSM°	- 173,4	- 28,9
- en francs	- 178	- 29,6
- en devises	4,6	0,7
Sociétés non financières	122,6	20,4
- en francs	53,2	8,9
- en devises	69,4	11,5
Intermédiaires financiers	2 454,3	409,0
- en francs	2 049,8	341,6
- en devises	404,5	67,4
Administrations publiques	- 7,4	- 1,2
- en francs	- 9,4	- 1,6
- en devises	2	0,4
Reste du monde	47,6	7,9
- en francs	41,1	6,8
- en devises	6,5	1,1
Total	2 443,6	407,3
- en francs	1 956,6	326,1
- en devises	487	81,2

19

° institutions sans but lucratif au service des ménages

Source : Banque de France

Le déficit de financement sur le marché d'actions ne se reproduit pas à l'identique sur le marché obligataire. Celui-ci offre en effet une configuration totalement différente (tableaux n°10 et n°11). Sur la période 1994-1999, les résidents ont émis 1224 milliards de francs d'obligations libellées en francs, tandis que les achats des résidents se sont montés à 1915,5 milliards de francs. On remarque le poids colossal de l'État dans le total des émissions, très loin devant les sociétés non financières pour qui le financement par obligations est demeuré relativement marginal jusqu'en 1998⁽⁷⁾. L'excédent d'offre de fonds a permis aux agents résidents de financer d'abondantes émissions d'obligations en francs réa-

lisées par les agents non résidents, à hauteur de 732 milliards. Cette attirance des émetteurs non résidents pour le marché obligataire parisien est très certainement imputable à la forte demande domestique émanant des intermédiaires financiers (en tête desquels on trouve les compagnies d'assurance), qui confère à la place de Paris une capacité de placement importante et une grande liquidité au marché secondaire.

Tableau n°11
Émissions d'obligations
(milliards de francs)

	Cumul 1994-1999	Moyenne annuelle
Sociétés non financières	306,6	51,1
- en francs	259,9	43,3
- en devises	46,7	7,8
Intermédiaires financiers	- 412,8	- 68,8
- en francs	- 342,2	- 57,0
- en devises	- 70,6	- 11,8
Administrations publiques	1 443,4	240,6
- en francs	1 306,8	217,8
- en devises	136,6	22,8
Reste du monde	1 106,4	184,4
- en francs	732,1	122,0
- en devises	374,3	62,4
Total	2 443,6	407,3
- en francs	1 956,6	326,1
- en devises	487	81,2

Source : Banque de France

Ces caractéristiques du système financier français, qui se retrouvent d'ailleurs dans la majeure partie des pays de la zone euro, proviennent de la gestion actif-passif des intermédiaires financiers. L'exigence de sécurité des ménages l'emportant jusqu'à présent sur celle de rendement, les investisseurs institutionnels sont contraints d'adopter une politique de placement qui soit en phase avec les engagements figurant au passif de leur bilan. Les placements obligataires apparaissent comme la meilleure contrepartie d'un contrat d'épargne stipulant le versement d'un revenu fixe (éventuellement révisable) et surtout la garantie sur la valeur nominale des fonds déposés.

On peut compléter cette description des marchés d'actifs longs français par quelques éléments de comparaison avec le Royaume-Uni. Le tableau n°12 présente la structure par détenteur des marchés d'actions français et britannique, et le tableau n°13 la structure par détenteur des marchés obligataires. Pour le seul marché actions, on voit clairement des différences entre les deux pays. Compte tenu du besoin de financement que nous avons évoqué précédemment, on aurait pu penser que le cas britannique

se distinguerait du cas français par une part plus faible d'investisseurs non résidents. Mais ce serait oublier que la place financière de Londres, avec son quasi-statut off-shore, constitue une terre d'accueil pour les capitaux internationaux. Les différences principales se situent au niveau du poids des investisseurs institutionnels et des entreprises non financières. Au Royaume-Uni, les fonds de pension et les compagnies d'assurance recyclent depuis longtemps sur les marchés d'actions les capitaux collectés auprès des ménages, de telle sorte qu'à la fin de l'année 1999 leur poids dans la détention totale d'actions s'élevait à près de 43 %, contre seulement 8,1 % pour la France. Inversement, le poids des entreprises non financières dans la détention d'actions peut être tenu pour négligeable au Royaume-Uni (2 % en 1999), tandis qu'il est proche de 20 % en France, cette situation révélant une structure de l'actionnariat français bien spécifique, avec à la clé un mode de gouvernement sensiblement différent de celui en vigueur dans les pays anglo-saxons.

Tableau n°12
Structure par détenteur des marchés d'actions
(1999, en %)

	Royaume-Uni	France
Ménages	14,7	12,9
Entreprises non financières	2,0	19,6
Institutions financières, dont :	51,7	27,8
<i>Assurances et fonds de pension</i>	<i>42,8</i>	<i>8,1</i>
Administrations publiques	0,1	8,8
Reste du monde	31,5	30,9

21

Source : Banques centrales

Pour ce qui concerne le marché obligataire, les structures de détention sont au contraire très proches. Cette fois, le poids des institutions financières, et notamment de l'ensemble compagnies d'assurance et fonds de pension (lorsqu'ils existent), est quasiment identique dans les deux pays.

Tableau n°13
Structure par détenteur des marchés obligataires
(1999, en %)

	Royaume-Uni	France
Ménages	4,0	4,3
Entreprises non financières	1,2	4,0
Institutions financières, dont :	73,0	71,5
<i>Assurances et fonds de pension</i>	<i>36,0</i>	<i>35,3</i>
Administrations publiques	0,7	1,9
Reste du monde	21,1	18,4

Source : Banques centrales

Une nouvelle orientation du recyclage opéré par les compagnies d'assurance

Le contraste entre les marchés d'actions et d'obligations en France devrait s'atténuer au cours des prochaines années. Le développement des contrats en unités de compte se traduira par un rééquilibrage du recyclage des primes d'assurance en direction des marchés d'actifs, au profit des marchés d'actions. On peut procéder à une estimation de ces flux à partir de nos prévisions de chiffre d'affaires des compagnies d'assurance, telles qu'elles ont été obtenues dans la première partie. Toutefois, le chiffre d'affaires n'est pas en soi l'agrégat pertinent pour évaluer l'apport de fonds sur les marchés d'actifs dans la mesure où il ne correspond qu'à une part du flux de placement brut. Pour obtenir la totalité du flux net, il est nécessaire de retirer au chiffre d'affaires les prestations et les chargements, et d'ajouter les intérêts versés sur les contrats en francs :

flux de placements nets = CA + intérêts – prestations – chargements

Ce flux net de placements peut se décomposer en flux découlant de l'apport de fonds par les ménages sur les contrats en unités de compte, et en flux induit par l'abondement des seuls contrats en francs (ou du compartiment francs des contrats en unités de compte⁸). Pour obtenir cette décomposition, nous scindons l'expression précédente en deux relations, en posant des hypothèses de chiffre d'affaires, intérêts, prestations et enfin chargements propres aux contrats en unités de compte et aux contrats en francs. En particulier, nous postulons que les contrats en UC draineront 50 % des cotisations. Il convient ensuite de poser deux hypothèses supplémentaires portant sur la répartition actions-obligations des fonds recyclés par les compagnies d'assurance (et les OPCVM dans le cadre des contrats en unités de compte). La première est que les contrats en unités de compte donnent lieu à un recyclage à 50 % sur le marché actions et à 50 % sur le marché obligataire, ce choix revenant à supposer que les OPCVM sélectionnés par les ménages offrent une allocation équilibrée entre le support actions et le support taux (hypothèse conservatoire au regard de la répartition actuelle). La seconde hypothèse est que la totalité des cotisations nettes sur les compartiments francs est investie entièrement par les compagnies sur le marché obligataire, ce qui ne peut être qu'excessif. Le tableau n°14 montre les prévisions de placements découlant de ce jeu d'hypothèses.

Le premier résultat remarquable est l'intensité des flux en direction du marché d'actions. Comparés aux acquisitions appréhendées en moyenne annuelle sur la période 1994-1999, ils suggèrent que les achats d'actions par les résidents pourraient très sensiblement progresser au cours des prochaines années, sous réserve bien entendu que les ménages ne se désengagent pas par ailleurs, par exemple en cédant des actions détenues en direct ou *via* des titres d'OPCVM (détenus indépendam

Tableau n°14
Prévisions de recyclage
des placements financiers des ménages en assurance-vie
(en milliards de francs)

	Chiffre d'affaires	Sorties nettes des intérêts	Placements nets	dont actions	dont obligations
2000	601	166	435	120	315
2001	555	185	370	91	279
2002	671	219	453	111	342
2003	714	253	461	122	339
2004	707	289	418	126	292
2005	686	325	361	125	236
2006	714	361	353	132	221
2007	740	400	340	138	202
2008	753	440	314	141	173
2009	825	483	343	156	186
2010	876	529	347	167	180

Source : CDC IXIS, Recherche épargne

ment d'un contrat d'assurance-vie). Ce phénomène impliquera une modification sensible de la configuration du marché d'actions français, avec comme issue une montée en force des investisseurs institutionnels résidents dans le capital des sociétés cotées.

23

Le deuxième résultat concerne les achats d'obligations par les compagnies d'assurance. Ces projections doivent être rapprochées des perspectives dressées par ailleurs sur l'avenir du marché obligataire en Europe. Actuellement, on insiste beaucoup sur l'émergence au sein de la zone euro d'un marché obligataire *corporate*, dont l'essor serait rendu possible par la réduction des déficits publics, la mise en place de l'euro (en supprimant le risque de change, l'euro crée de fait un marché unique plus profond et plus liquide que les marchés domestiques juxtaposés, et pousse également les investisseurs à rechercher du rendement sur les titres privés et non plus sur les titres publics en raison de la baisse des *spreads* entre dettes publiques) et, enfin, une demande soutenue découlant de l'abondance de l'épargne longue des ménages. Jusqu'en 2004, la substitution des contrats en unités de compte aux contrats en francs ne tarira pas dangereusement l'apport de fonds des sociétés d'assurance au marché obligataire. Les montants recyclés devraient être suffisants pour assurer le financement des déficits publics et l'essor du segment *corporate*. À partir de 2005, en revanche, les flux de placements obligataires devraient sensiblement diminuer, au phénomène de substitution se superposant la hausse continue des prestations sur les contrats en francs, dont

l'ancienneté est beaucoup plus importante. Si ce scénario se réalise, le développement du segment *corporate* en France au cours de la seconde moitié de la décennie pourrait alors s'appuyer davantage sur l'apport de fonds par les agents non résidents, que ces derniers appartiennent ou non à la zone euro.

Conséquences en termes de gouvernement d'entreprise

Avant d'envisager les conséquences du scénario précédent sur les structures actionnariales, rappelons brièvement les grands traits de ces structures dans la France d'après-guerre.

Longtemps marquée par une forte présence de l'État, affirmée notamment à la Libération, la structure de la détention des grandes entreprises privées françaises dans les années 1970 était caractérisée par des participations croisées qui se traduisaient par la présence simultanée de nombreux dirigeants au sein des mêmes conseils d'administration (Morin, 1974). Cette organisation fut largement démantelée par les nationalisations de 1981. Mais, comme le mouvement de privatisation amorcé à la fin des années 1980 a été mené avec le souci de constituer des « noyaux durs », c'est-à-dire des groupes d'actionnaires de référence de nationalité française, ces derniers ont parfois été interprétés comme la résurrection des participations croisées qui prévalaient vingt ans auparavant.

24

Quoi qu'il en soit, les années 1990 ne pouvaient signifier un simple retour à ces années 1970 car, entre temps, l'économie française s'était considérablement ouverte sur l'Europe et sur le monde ; en particulier l'abolition de toute barrière aux frontières, notamment du contrôle des changes, avait poussé les investisseurs internationaux à prendre une position jusque-là inconnue dans la détention des titres de dette d'abord (les titres du Trésor français jouant le rôle d'appât) et des titres de propriété ensuite. Selon les informations publiées par la Banque de France, la présence étrangère au sein des sociétés françaises serait passée de 22,5 % de la capitalisation boursière de Paris en 1994 à, comme nous l'avons vu, 30,9 % en 1999. Mais on estime généralement que cette part atteint, voire dépasse 50 % pour de nombreuses sociétés du CAC 40 (*Le Monde* du 15/06/2001). Certes Morin (1998) établit que la part prise par les investisseurs institutionnels anglo-saxons, significative lorsqu'ils sont considérés comme un tout, est très émietlée lorsqu'ils sont considérés individuellement, mais Jeffers et Plihon (2000) indiquent que la présence de ces institutionnels exerce à l'heure actuelle une pression indéniable sur les dirigeants d'entreprise et sur de nombreux acteurs de la société française.

Les extrapolations présentées dans les sections précédentes ne signifient pas la résurgence d'un capitalisme technocratique puisqu'il s'agit de la montée en puissance d'une épargne collective gérée par les assu-

reurs, éventuellement au travers d'OPCVM. Celle-ci s'apparentera plutôt à l'épargne institutionnelle des fonds de pension anglo-saxons avec laquelle elle viendrait en concurrence sur le marché de la propriété des entreprises, en particulier françaises ou européennes.

Dans cette mesure, on ne peut prédire que ces développements renforceront la position des dirigeants (et des salariés) des entreprises françaises aujourd'hui confrontés à des actionnaires étrangers, voire apatrides. D'une part, les blocs d'actions détenus en représentation de contrats d'assurance-vie en unités de compte ne sont pas assimilables aux blocs de contrôle dont disposaient les managers dans les années 1970 ou aux noyaux durs établis lors des dernières privatisations. Ils seraient plutôt à rapprocher de cet actionnariat « exigeant » que représentent certains fonds de pension américains qui établissent explicitement ou non des chartes de bonne conduite à l'égard des entreprises dont ils souhaitent être actionnaires. Ils contribueraient ainsi à une plus grande dispersion de l'actionnariat et rapprocheraient la structure française de la propriété des structures anglo-saxonnes ; ils susciteraient alors une pression en faveur des « petits » actionnaires, petits comme le sont les investisseurs institutionnels pris un à un, allant de ce fait à l'encontre de la tradition juridique française (cf. La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer, 1999). D'autre part, même cette dernière vision peut se révéler une vue de l'esprit car les recherches entreprises à ce sujet ne valident pas l'hypothèse d'un comportement homogène des fonds de pension en matière d'activisme actionnarial. En particulier, Goergen et Renneboog (1998) soulignent la passivité des fonds britanniques tandis que Jeffers et Plihon (2000) remarquent la grande diversité de nature et d'organisation des fonds anglo-saxons tout en soulignant l'homogénéisation des critères d'investissement. Sur ces mêmes bases, un actionnariat institutionnel français non homogène mais avec un objectif commun de rentabilité n'impliquerait probablement pas la formation d'un groupe de pression contrebalançant l'indifférence des investisseurs institutionnels anglo-saxon aux « intérêts nationaux ».

25

La montée en force de l'assurance-vie dans le patrimoine financier des ménages français depuis vingt ans peut s'expliquer notamment par la combinaison d'effets d'offre (développement progressif du réseau de distribution, élargissement de la gamme, fiscalité incitative) et d'effets démographiques (vieillesse de la population accompagné de craintes sur les revenus de remplacement). Sur un horizon prévisionnel qui s'étend jusqu'en 2010, il apparaît que le rôle de ces deux types de facteur comme moteurs de l'assurance-vie devrait s'atténuer, le haut niveau

d'équipement des ménages, une fiscalité moins avantageuse que celle instaurée au début des années 1980, mais également les départs en retraite à partir de 2005 des personnes de la génération du *baby boom* jouant désormais moins favorablement sur les encours.

Au-delà d'une vision globale des stocks gérés par les assureurs (ou de leur chiffre d'affaires), se pose la question de la répartition par type de contrats des sommes collectées, en insistant sur le partage entre contrats en francs et contrats en unités de compte. En effet, l'essor des contrats en unités de compte (dont une bonne part est investie en actions), que nous anticipons durable, devrait avoir comme conséquence de modifier sensiblement les équilibres des marchés d'actifs longs. Le système financier français devrait donc poursuivre sa mutation et tendre de plus en plus vers ce que l'on observe dans les pays anglo-saxons, où les investisseurs institutionnels détiennent la majeure partie des capitalisations boursières domestiques. Cette participation plus active des intermédiaires financiers aux marchés d'actions, rendue possible par une acceptation plus grande du risque par les ménages, aura et a déjà de multiples conséquences, notamment sur l'activité des banques et sur la nature des ajustements macro-économiques.

26

En outre, elle signifie que les investisseurs institutionnels anglo-saxons se verraient concurrencés par des investisseurs institutionnels français, au moins sur la Place de Paris et les autres places européennes. Les études entreprises par ailleurs laissent cependant planer une forte ambiguïté sur l'implication de ces investisseurs au sein des entreprises dont ils détiennent des actions ainsi que sur les conséquences engendrées par le caractère plus « national » de tels investisseurs, par exemple en matière d'emploi.

ANNEXE

L'évaluation économétrique par un modèle à correction d'erreur sur des séries trimestrielles (1978-III à 1997-IV) fournit les résultats suivants :

$$\begin{aligned} \Delta(\text{RMA/Wf}) = & -0,55 \text{TRACT}_{-2} - 0,1 \Delta\text{TX10A} - 0,04 \text{PTXMM}_{-2} \\ & \quad (2,21) \qquad \qquad (2,57) \qquad \qquad (3,01) \\ -0,71 [(\text{RMA/Wf})_{-1} & - (\text{LORMA}_{-1} + 0,01 \text{DTX10LO}_{-3} - 0,39 \text{LOPEP}_{-1} \\ & \quad (6,39) \\ - & \quad \quad \quad - 0,06 \text{SFISC}_{-1} + 0,37 \text{PA4059}_{-1} - 5,52)] \end{aligned}$$

$$R^2 = 0,63 \quad \text{DF} = 7,7 \quad \text{DW} = 1,98 \quad \text{SEE} = 0,22$$

Avec :

(.) : t-student

RMA/Wf : encours des réserves mathématiques d'assurance normé par le patrimoine financier ;
TRACT : taux de croissance de l'indice de rendement des actions cotées françaises ;
TX10A : taux à 10 ans ;
PTXMM : taux au jour le jour moyen lissé sur 4 périodes (pondération dégressive) ;
LORMA : logistique des RMA ;
DTX10LO : logistique des RMA que multiplie le *spread* taux 10 ans – taux au jour le jour moyen ;
LOPEP : logistique des PEP bancaires ;
SFISC : seuil de fiscalité des valeurs mobilières ;
PA4059 : part des 40-59 ans dans la population totale.

NOTES

1. Enquête Actifs financiers de 1986, enquête Patrimoine (2001).
2. Voir également sur ce thème le numéro spécial de Banque stratégie (2000).
3. Les principes de modélisation des choix de portefeuille des ménages sont plus largement abordés dans le document de travail n°2000-15/FI de la Caisse des dépôts et consignations. L'équation utilisée ici et présentée en annexe est extraite d'une seconde version du modèle.
4. Cf. pour une explication plus détaillée, Augory, Boutillier et Séjourné (2000) ou, pour une approche complémentaire, Ricart (1994) et Séjourné (1996).
5. Dans bien des cas, il s'agit d'OPCVM « maisons » commercialisés par des sociétés de gestion filiales des établissements distributeurs.
6. De surcroît, le montant de ces achats est artificiellement gonflé par l'introduction en bourse de France Telecom en 1997 (avec privatisation partielle) qui a converti des actions non cotées détenues par les administrations publiques en actions cotées détenues par ces mêmes administrations. L'important chiffre au crédit des APU (143,5 milliards) traduit cette conversion, beaucoup plus que de réels achats. Le déséquilibre en faveur des achats des non-résidents est donc encore plus grand que nos chiffres le laissent apparaître.
7. Sur les 306 milliards d'émissions réalisées par les sociétés non financières sur la période 1994-1999, 131 milliards sont imputables à la seule année 1999. Une analyse fine de la structure du marché obligataire en euro depuis 1999 est donnée par Y. Tampèreau (2000).
8. Les contrats en unités de compte (ou contrats multi-supports) ont en règle générale deux composantes. La première est constituée du support unités de compte proprement dit, à savoir des titres d'OPCVM ; la seconde est constituée d'un support francs, identique à celui qui compose les - traditionnels - contrats en francs. Ici, lorsque nous parlons de contrats en unités de compte, nous faisons uniquement référence à sa composante unités de compte.

27

BIBLIOGRAPHIE

- ARTUS P. ET LEGROS F. (1999) : *Le choix du système de retraite*, Economica.
- AUGORY C., BOUTILLIER M. ET SÉJOURNÉ B. (2000) : « Le modèle de choix de portefeuille des ménages de FOE », Document de travail de la Caisse des dépôts n°2000-15/FI, janvier.
- Banque stratégie (2000) : « Assurance vie : un placement privilégié », n°170, avril.
- GOERGEN M. ET RENNEBOOG L. (1998) : « Strong Managers and Passive Institutional Investors in the U.K. : Stylized Facts », *Center working paper* 98131, Tilburg (Pays-Bas).
- INSEE (2001) : « Patrimoine des ménages en 2000 : une épargne plus risquée », Insee Première, n°576, janvier.

JEFFERS E. ET PLIHON D. (2000) : « Les investisseurs institutionnels, fers de lance de la finance internationale », document de travail.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F. ET SHLEIFER A. (1999) : « Corporate Ownership Around the World », *The Journal of Finance*, vol. LIV, n°2, avril.

MORIN F. (1974) : La structure financière du capitalisme français, Calmann-Lévy.

MORIN F. (1998) : « Le modèle français de détention et de gestion du capital - Analyse, prospective et comparaisons internationales », Les éditions de Bercy, collection études, ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, juin.

RICART R. (1994) : « Choix de portefeuille des ménages et actifs à faible risque », *Revue économique*, n°6, novembre.

SÉJOURNÉ B. (1996) : « Cycles de vie des produits d'épargne liquide et contractuelle, et comportements de placement. Une approche économique », Thèse de doctorat, Université Paris I - Panthéon-Sorbonne.

SÉJOURNÉ B. (1997) : « La diffusion des produits d'assurance », *Lettre économique de la Caisse des dépôts* n°94, décembre.

TAMPEREAU Y. (2000) : « La structure du marché obligataire primaire en euro est devenu assez comparable à celle en dollar », *Flash*, CDC-Marchés, N°2000-200, 6 novembre 2000.